米国経済金融

底堅い米国経済

～政治的不透明感の影響は軽微～

佐古　佳史

要旨

大統領就任100日目を目前に、税制改革案を発表したトランプ政権であったが、様々な疑惑報道から政治的不透明感が高まり、かつ議会との関係が悪化していることから、税制改革案の審議は難航しそうである。一方で、米国経済は堅調に推移しており、税制改革等が早期に実現せずとも景気拡大は続くと思われる。

労働市場が底堅く推移し、インフレ率もFRBが目標とする2%に接近する中、1～3月期の景気減速が一過性と確認しつつ、6月のFOMCでは利上げが行われる環境にある。

不透明感の増すトランプ政権の経済政策

4月26日にトランプ大統領は、法人税率の35%から15%への引き下げと、個人所得税率を最高税率を引き下げつつ10%・25%・35%の3段階へと簡素化することなどを目指す税制改革案を発表した。一方、国境税に対する記述がなかったことから、早急に懲罰的な関税を設定する事は想定していない点も伺えた。

5月半ばには、大統領によるFBI長官の電撃解任や、イスラム国（IS）に関する機密情報漏洩疑惑と司法介入疑惑などが報道された。トランプ政権を取り巻く不透明感が増し、議会運営はますます困難になりそうだ。また、改革案には財政的な裏付けが示されておらず、その実現可能性については懐疑的な見方も多い。

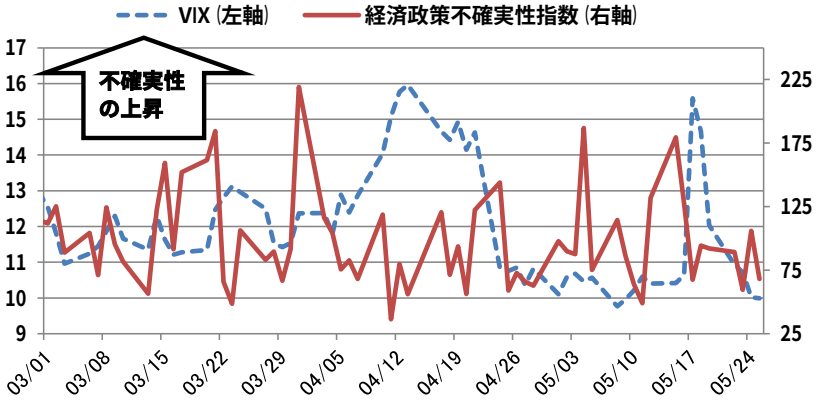
5月23日に発表された予算教書には、貧困層や農家、障害者などへのセーフティネットを縮小し、10年間で400兆円の歳出削減を目指す事が明記されたが、全般的に楽観的な前提に基づいている他、トランプ大統領の支持基盤である地方の中低所得労働者に打撃を与える内容であり、民主党に加えて、身内である共和党からも反発が出ている。

こうした政治情勢から、5月は経済政策不確実性指数と呼ばれる、主要紙に掲載された経済政策の不確実性に関する記事数から算出される指数が乱高下した。一方で株式市場の予想変動率を表し、恐怖指数とも呼ばれるVIX指数は機密情報漏洩疑惑発覚の瞬間を除いて、低位安定しており、経済政策の不確実性や政権運営の不透明性に、株価があまり左右されない展開が続いてきた。むしろマーケットの関心事は好調な米国経済指標や決算発表にあっ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

たと考えられる。

図表1　VIXと経済政策不確実性指数



（資料）Bloombergより農中総研作成
（注）経済政策不確実性指数は1985～2009年の平均を100としている。

景気の先行き：回復基調を維持

政権運営は不透明感が増しつつあるが、米国経済については堅調な回復が持続していると評価できる。17年1～3月GDP速報値こそ、経済成長率が前期比年率0.7%と低く、特に個人消費は前期比年率0.3%にとどまったものの、天候要因や税還付の遅れなど一過性の要因が多いと考えられる。3月の小売売上高が上方修正され、4月は持ち直したことや、消費者心理が依然として高い水準で推移していること、前年比で時間あたり賃金が2.5%上昇していることなどからも、消費は今後も堅調に推移するであろう。

一方で、出遅れ感が意識されていた製造業部門であったが、5月のフィラデルフィア連銀製造業景気指数が市場予測を大きく上回ったことや、鉱工業生産指数が前年比2.2%の上昇を見せたこと等から、今後は底堅く推移する兆しが伺える。

B/S縮小による金利上昇効果は限定的か

3月開催の連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨から、多数のFOMCメンバーが、FRBのバランスシート（B/S、4月時点で4.5兆ドル）の縮小開始が今年終盤には適当と考えていることが判明した。B/Sの規模を拡大させることになった量的緩和政策の長期金利押下げ効果についてはさまざまな推計がある。一例として、2017年4月に発表されたFRBエコノミストらの分析[注1]では、QE1が34bp、QE2が12bp、ツイストオペが28bp、QE3が31bpと推計されており、累積効果は100bp（=1%）程度と推計されている。

では、B/S縮小の効果についてはどうだろうか。現在のところ、FRBはB/Sの規模を一定に保つべく再投資政策を実施している。この再投資政策を18年第2四半期に停止したと想定した、前述の分

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

析によると、米国債 10 年利回りへの影響は年間 15bp 程度と推計されている。

5 月 24 日に公表された議事要旨では、一定の期間にわたり、再投資を行わない額の上限を決定し、3 ヶ月ごとに引き上げていく計画が議論されていたことが明らかとなった。議事要旨では B/S の正常な規模については言及がなかったものの、同日、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁は、2 兆 7000 億ドル程度が正常であるという認識を示した。

6 月と 9 月利上げが濃厚

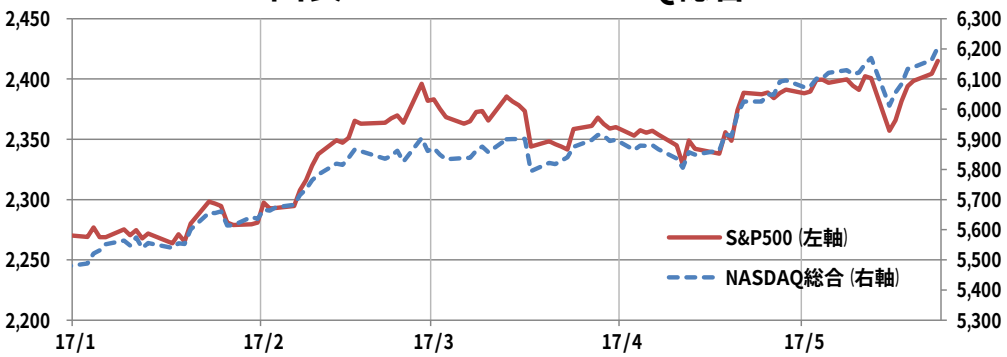
1～3 月期 GDP の減速について、FOMC は一時的であるとの認識を示した。3 月の非農業部門雇用者数（改定値）は 7.9 万人増と弱含んだが、4 月の雇用統計では 21.1 万人増と堅調に推移しており、4.4%まで改善した失業率（U-3）と共に、労働市場の堅調さを示している。基調的なインフレ率に影響を及ぼす単位労働コストや雇用コスト指数も、17 年 1～3 月期にはそれぞれ前年比 2.8%、同 2.4%と着実に上昇している。また、労働統計局が発表した 4 月のコア PPI は年率 2.1%、コア CPI は同 1.9%上昇しており、FRB が長期的な目標とする 2%のインフレ率に向かって確実に上昇している。以上を踏まえ、FRB が利上げをする下地は整っていると考えられ、6 月利上げが濃厚であろう。また次々回の利上げは、金融政策決定会合に併せて記者会見が行われる 9 月ではなかろうか。一方で、24 日に公表された議事要旨には、利上げ前に経済活動の減速が一過性のものという証拠を得るのが妥当とも言及されており、4～5 月の経済指標等を考慮して最終的に判断することになろう。

図表2　株価･長期金利の推移

(資料) Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表3　S&P500とNASDAQ総合



（資料）Bloombergより農中総研作成

金融市場：現状・見通し・注目点

3月中旬にかけて、2.6%台で推移していた長期金利（米国債10年物利回り）は、4月中に2.1%台まで低下したが、その後はリスクの後退、利上げ確率の上昇等とともに、5月中旬には2.4%台を回復した。しかし足元では2.2%台で推移している。

先行きについては、①17年内にあと2回、18年に3回の25bpの利上げ、②前述の推計から、年間15bp程度の長期金利押下げ効果の消失、③政策金利の上昇とドル高によって、海外からアメリカへ資金還流が生じ、10年債金利の押下げ効果が発生する、等を想定すると、米国長期金利は17年10～12月期までは2.4%台、18年前半に2.5%台、同年後半に2.6%程度と緩やかな上昇にとどまると考えられる。

米国の株式市場は、今月半ばまではリスクオン相場であった。フランス大統領選挙で中道派のマクロン候補が極右のルペン候補を破った事と、北朝鮮に関する地政学的リスクの後退により世界的にリスクが後退した。そうした環境下で、好決算を発表する米企業が多く、S&P500やナスダック総合は5月に史上最高値を度々更新した。NYダウ（工業株30種）についても、トランプ大統領による司法介入疑惑が報道された17日までは高値圏で推移し、その後は一旦急落するも、足元では持ち直している。

今後についても、FRBの慎重な利上げペースや、堅調な米国経済指標を背景として、しばらくはトランプ政権の不透明感を尻目に、株価はじわじわと上値を追う展開が続くと予想される。

（17.5.24現在）

（注1）Bonis, B., J. Ihrig, and M. Wei, 2017, "The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates," FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, April 20.

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます